

CW 硅光光源产品放量，盈利大幅上行

——源杰科技（688498）2025 年三季度报告点评

买入|上调

事件：

2025 年 10 月 30 日晚间，源杰科技发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度，公司实现营业收入 3.83 亿元，同比增长 115.09%；实现归母净利润 1.06 亿元，同比增长 19348.65%。2025 年 Q3，公司实现营业收入 1.78 亿元，同比增长 207.31%，环比增长 47.9%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比增长 627.62%，环比增长 86.67%。

点评：

● CW 硅光光源产品逐步放量，数据中心板块业务带动利润上行

收入端，受益于数据中心市场的 CW 硅光光源产品逐步放量，源杰科技营业收入同比增加，未来随着数据中心领域多产品验证的持续推进，公司多个数据中心产品有望进入批量阶段。

盈利端，2025 年前三季度，公司毛利率同比提升 25.07pct，实现 54.76%。单三季度来看，公司毛利率环比提升 9.91pct，实现 61.62%，主要系高毛利率的数据中心板块业务大幅增加，产品结构进一步优化，利润总额及净利润亦同步上行。

● 订单持续释放，深度受益于硅光等新结构的占比提升

2025 年 5 月、8 月、10 月，源杰科技分别公告三笔基于大功率激光器的重大订单，金额分别为 6187.16 万、14149.74 万、6302.06 万元。2025 年以来，国内头部模块厂的硅光架构技术逐渐成熟，由于硅光具有 BOM 成本更低，集成度和价值量更高，有利于模块厂提升毛利率水平，因此硅光架构在模块厂持续渗透，销量占比提升，硅光架构中上游大功率器件产品同步放量。未来随着国内外算力需求的持续高景气，光模块产品需求量上行，硅光技术渗透率提升，将会进一步拉动硅光上游器件需求。此外，根据公司中报后的业绩交流，其 100G PAM4 EML 产品已通过客户验证，下一步目标是实现批量出货并逐步提升份额。200G PAM4 EML 完成产品开发，正处于客户推广阶段。

● 投资建议与盈利预测

作为国内领先的光芯片供应商，公司 CW 硅光光源产品占比持续提升，100G PAM4 EML 进入产品批量化前期。我们预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 5.82、8.90、10.77 亿元，归母净利润分别为 1.64、2.50、3.39 亿元，对应 PE 估值分别为 265、174、128 倍，上调至“买入”评级。

● 风险提示

国际贸易摩擦加剧、AI 硬件需求及部署节奏不及预期、宏观经济波动风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	144.40	252.17	581.87	890.13	1076.86
收入同比(%)	-48.96	74.63	130.74	52.98	20.98
归母净利润(百万元)	19.48	-6.13	163.60	249.82	339.04
归母净利润同比(%)	-80.58	-131.49	2767.19	52.70	35.71
ROE(%)	0.92	-0.30	7.34	9.78	11.12
每股收益(元)	0.23	-0.07	1.91	2.92	3.97
市盈率(P/E)	2229.00	-7078.80	265.40	173.81	128.07

资料来源：Ifind，国元证券研究所

注：以 2025 年 10 月 31 日收盘价为基准

基本数据

52 周最高/最低价（元）：520.6 / 92.01

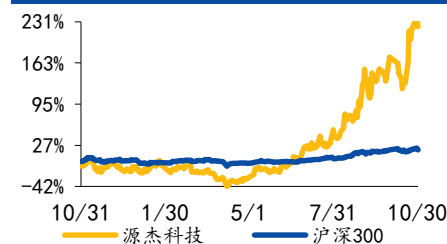
A 股流通股（百万股）：60.15

A 股总股本（百万股）：85.95

流通市值（百万元）：30560.04

总市值（百万元）：43667.46

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-行业深度研究：网络系列报告之 CPO 概览：光电协同，算力革新》2025.06.17

《国元证券行业研究-2025 年通信行业策略报告：他石琢己玉，AI 新机遇》2025.01.06

报告作者

分析师 宇之光

执业证书编号 S0020524060002

电话 021-51097188

邮箱 yuzhiguang@gyzq.com.cn

分析师 郝润祺

执业证书编号 S0020525070001

电话 021-51097188

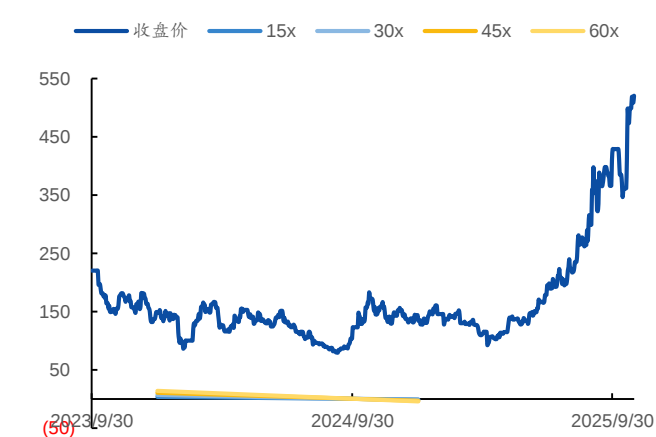
邮箱 haorunqi@gyzq.com.cn

表 1: 季度财务表现回溯

	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
营业收入 (亿元)	0.60	0.60	0.58	0.74	0.84	1.21	1.78
yoy	72%	127%	82%	44%	41%	101%	207%
qoq	17%	0%	-3%	28%	14%	43%	48%
营业成本 (亿元)	0.39	0.41	0.45	0.43	0.47	0.58	0.68
毛利润 (亿元)	0.21	0.19	0.13	0.31	0.38	0.62	1.10
营业税金及附加 (亿元)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
营业费用 (亿元)	0.02	0.02	0.04	0.10	0.05	0.06	0.04
管理费用 (亿元)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.06	0.08	0.13
研发费用 (亿元)	0.09	0.13	0.14	0.18	0.12	0.15	0.28
财务费用 (亿元)	-0.05	-0.05	-0.04	-0.03	-0.03	-0.05	-0.03
营业利润 (亿元)	0.10	-0.03	-0.16	-0.10	0.17	0.34	0.67
营业外收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出 (亿元)	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	0.11	-0.02	-0.15	-0.09	0.17	0.33	0.67
所得税 (亿元)	0.00	-0.02	-0.04	-0.04	0.03	0.02	0.07
少数股东权益 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润 (亿元)	0.11	0.00	-0.11	-0.06	0.14	0.32	0.60
每股收益 (元)	0.12	0.00	-0.13	-0.07	0.17	0.37	0.69

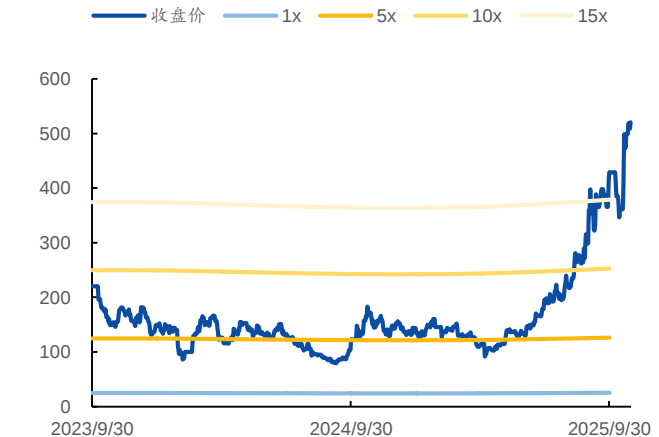
资料来源: Ifind, 国元证券研究所

图 1: P/E Band



资料来源: Ifind, 国元证券研究所

图 2: P/B Band



资料来源: Ifind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1630.85	1411.22	1888.16	2080.37	2257.64
现金	1343.51	1121.24	1245.05	1220.19	1267.89
应收账款	99.74	121.03	325.17	494.61	586.07
其他应收款	0.09	0.04	0.37	0.41	0.50
预付账款	3.45	6.49	8.26	10.24	11.72
存货	140.82	122.71	248.66	287.18	317.24
其他流动资产	43.25	39.71	60.65	67.75	74.22
非流动资产	605.84	736.33	817.82	913.92	1001.96
长期投资	30.00	118.31	69.16	79.02	82.28
固定资产	444.92	531.70	662.86	742.18	822.09
无形资产	16.96	16.40	17.13	17.71	18.15
其他非流动资产	113.96	69.92	68.68	75.01	79.43
资产总计	2236.68	2147.54	2705.98	2994.29	3259.59
流动负债	95.27	53.95	452.87	416.98	186.99
短期借款	0.00	0.00	283.17	245.62	0.00
应付账款	84.28	34.51	147.73	151.71	165.93
其他流动负债	10.98	19.44	21.96	19.64	21.06
非流动负债	24.73	20.83	23.37	22.75	22.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	24.73	20.83	23.37	22.75	22.64
负债合计	119.99	74.78	476.24	439.73	209.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	84.84	85.46	85.46	85.46	85.46
资本公积	1844.50	1870.00	1870.00	1870.00	1870.00
留存收益	187.37	172.73	302.01	631.44	1129.16
归属母公司股东权益	2116.69	2072.77	2229.74	2554.56	3049.97
负债和股东权益	2236.68	2147.54	2705.98	2994.29	3259.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-17.40	18.96	-24.93	73.70	280.30
净利润	19.48	-6.13	163.60	249.82	339.04
折旧摊销	41.44	50.22	61.56	77.66	92.87
财务费用	-21.52	-17.49	-30.54	-27.79	-33.02
投资损失	-5.06	-1.90	-2.82	-2.88	-2.70
营运资金变动	-93.26	-37.42	-256.35	-250.10	-127.23
其他经营现金流	41.52	31.67	39.62	27.00	11.33
投资活动现金流	-37.78	-231.66	-156.14	-163.91	-176.68
资本支出	67.23	105.96	197.73	159.61	173.71
长期投资	-19.00	130.16	-49.16	9.86	3.26
其他投资现金流	10.45	4.46	-7.56	5.55	0.29
筹资活动现金流	-27.02	-42.60	304.88	65.35	-55.92
短期借款	0.00	0.00	283.17	-37.55	-245.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	24.84	0.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	9.33	25.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-61.18	-68.72	21.70	102.90	189.70
现金净增加额	-82.27	-255.17	123.81	-24.86	47.70

资料来源: Ifind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	144.40	252.17	581.87	890.13	1076.86
营业成本	82.09	168.15	230.81	271.13	314.66
营业税金及附加	2.83	2.84	7.71	12.14	14.12
营业费用	8.35	18.53	29.09	52.64	62.98
管理费用	25.91	26.02	58.19	101.74	115.95
研发费用	30.95	54.52	128.01	178.03	193.83
财务费用	-21.52	-17.49	-30.54	-27.79	-33.02
资产减值损失	-17.99	-22.29	-17.32	-19.09	-19.03
公允价值变动收益	4.06	0.75	1.83	1.84	1.66
投资净收益	5.06	1.90	2.82	2.88	2.70
营业利润	18.15	-14.94	153.08	295.03	400.45
营业外收入	0.01	0.13	0.07	0.08	0.09
营业外支出	0.00	0.50	0.26	0.30	0.32
利润总额	18.15	-15.31	152.90	294.81	400.22
所得税	-1.33	-9.18	-10.70	45.00	61.19
净利润	19.48	-6.13	163.60	249.82	339.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	19.48	-6.13	163.60	249.82	339.04
EBITDA	38.07	17.79	184.10	344.89	460.31
EPS (元)	0.23	-0.07	1.91	2.92	3.97

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-48.96	74.63	130.74	52.98	20.98
营业利润 (%)	-83.51	-182.33	1124.52	92.73	35.73
归属母公司净利润 (%)	-80.58	-131.49	2767.19	52.70	35.71
获利能力					
毛利率 (%)	43.15	33.32	60.33	69.54	70.78
净利率 (%)	13.49	-2.43	28.12	28.07	31.48
ROE (%)	0.92	-0.30	7.34	9.78	11.12
ROIC (%)	-0.49	-1.59	11.12	15.25	18.51
偿债能力					
资产负债率 (%)	5.36	3.48	17.60	14.69	6.43
净负债率 (%)	0.76	2.12	59.72	56.15	0.63
流动比率	17.12	26.16	4.17	4.99	12.07
速动比率	15.64	23.88	3.62	4.30	10.38
营运能力					
总资产周转率	0.06	0.12	0.24	0.31	0.34
应收账款周转率	1.07	2.05	2.37	1.97	1.81
应付账款周转率	0.78	2.83	2.53	1.81	1.98
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	-0.07	1.91	2.92	3.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.20	0.22	-0.29	0.86	3.28
每股净资产 (最新摊薄)	24.77	24.25	26.09	29.89	35.69
估值比率					
P/E	2229.00	-7078.80	265.40	173.81	128.07
P/B	20.51	20.95	19.47	17.00	14.24
EV/EBITDA	1114.06	2383.71	230.38	122.97	92.14

注: 以 2025 年 10 月 31 日收盘价为基础

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027